



## 监管机构作为证券发行注册机构的论证

○ 执笔人：尹振涛 [yinzhen tao@126.com](mailto:yinzhen tao@126.com)  
 工作论文，尚未发表，谢绝转载

根据《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，“推进股票发行注册制改革”成为党的十八届三中全会关于中国证券市场发展问题的重要决定。股票发行由“审核制”转为“注册制”成为不可逆转的趋势，也是中国证券市场发展的必由之路。发行注册制是指证券监管部门公布股票发行的条件，满足条件的企业均可自主决定是否发行股票。申请时，发行人须依法将各种资料完全准确地向证券监管机构申报，而证券监管机构负责对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性做出形式审查。可见，注册制并非意味着证券发行不再需要审核和监管。那种认为注册制就是让公司自由发行股票的观点显然是对注册制的误解。同时，考察世界各国的证券发行市场可以发现，其证券发行制度是与各国特殊的经济社会历史背景和资本市场发展阶段紧密相关的，因此不存在两个完全相同的证券发行体制，即使同样实施注册制，各个市场在注册流程、审核机构以及具体操作环节上也可能有所差异。

《证券法》修改草案初稿拟定了两种不同的发行注册制，其本质区别在于将证券发行审核职责保留在监管机构还是赋予具体的交易所行使。两种制度虽各有利弊，但我们认为“维持现有体制，将发行审核职责保留在证监会，但审核内容由实质性判断改为对公开发行证券注册申请文件的信息披露质量进行审核”更适合我国国情。具体理由如下：

第一，发行市场和交易市场存在本质区别，其监管主体及职能也应该相应剥离。

证券的发行市场和交易市场在经济关系、定价关系和法律关系等方面有着实质性差别，具体表现在：一是，经济关系不同。发行市场（一级市场）主要体现的是发行人（拟发股公司）与投资者（主要为机构投资者等）之间的关系，而二级市场主要体现的是股东（旧投资者）与新投资者之间的关系。二是，定价机制不同。发行环节的定价是以信息披露为基础，按照股份收益与其他金融产品收益之间的关系决定的，而交易环节的定价则主要看公司的内在价值和股票的买卖差价及其预期。三是，监管要求不同。注册制改革体现了“发行无门槛，上市有门槛”的监管理念。发行环节主要由监管机构把关，审核标准较为统一。而在上市环节，交易所可根据自身的定位和需要设置不同的上市门槛，不同规模、资质的企业，也可选择适合自身发展的交易场所申请挂牌。如果将发行环节的审核职能交由交易所负责，则容易造成具备发行审核职能的交易所面临巨大的上市压力，而其他新型交易所无成立动力和交易活力的局面，不利于多层次资本市场的建立。四是，不存在必然关系。上市交易是股东的要求，如果公司股东不愿意向公众公开的话，即便公司在一级市场上公开发行了股票也并不意味着今后一定会上市交易。同理，即便股东有上市交易的愿望，也可能因为达不到交易所的要求而作罢。鉴于发行市场与交易市场及发行与上市存在本质区别，因此，其监管要求与流程也应区别对待，进行职能划分。

第二，交易所自身特点决定其无法完全、独自和公正的履行审核职能。虽然交易所可以具备部分监管职能，但由于其特点，交易所不可能完全替代监管机构行使监管职能。一是，监管机构和交易所的服务对象不同。监管机构属于政府职能部门，其服务和保护对象为全体平等的公民。而不管是会员制或者公司制，证券交易所均属于为特定范围群体服务的部门，即为会员或股东服务，并不具备为全体人民服务的公共属性。二是，监管机构和交易所的工作目标不同。监管部门的工作目标是促成建立和维护一个稳定、健全和高效的金融体系，保证金融机构和金融市场健康的发展，从而以“公开、公平、公正”的基本原则保护金融活动各方特别是存款人的利益，推动经济和金融发展。而证券交易所则强调通过完善的交易平台和信息技术等基础设施，建立交易机制灵活、市场覆盖面广、交易成本低、流动性强的更具效率的市场体系，其工作目标体现为金融交易的活跃程度和市场吸引力。三是，交易所之间存在竞争属性。基于对上市资源的争夺，各交易所特别是具有同质性的交易所，必然存在一定的竞争

关系。如果将发行环节交由交易所审核，则容易出现故意放松审核要求以此吸引公司到本交易所上市发行股票的现象。四是，交易所存在监管协调短板和劣势。目前，我国的金融监管仍属于分业监管模式，造成证券发行环节可能涉及多个监管机构，例如负责债券发行的监管机构包括财政部、中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银监会等五个部门。在证券发行审核过程中需要多部门协调与配合，如果将审核和注册职能下放到交易所，则交易所在于其他部位协调过程中存在劣势，并造成协调成本的增加。

### 声 明

《金融监管评论 (Financial Regulation and Supervision Review)》为内部交流刊物，报告中所引用的信息均来源于公开资料，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地（以下简称“研究基地”）对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。文中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事金融法律与金融监管领域的重要理论和实际问题研究。

地址：中国北京朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层 1101 室

邮编：100028

网址：<http://www.flr-cass.org>

电话：+(8610) 59868205

E-mail：[flr-cass@cass.org.cn](mailto:flr-cass@cass.org.cn)